



▲在關稅戰的背景下，中國宏觀經濟保持平穩運行，包括擴內需及促消費的潛能持續釋放，進一步圍繞落實宏觀政策「惠民生」導向，為擴內需提供有力的政策支撐。

經濟觀察家

關稅政策將是全球各國財政及貨幣政策討論的重要議題。「關稅戰」的爆發打破了財政政策緊縮及寬鬆貨幣政策的節奏，財政和貨幣政策正常化將受到干擾，為應對外部衝擊，財政擴張及貨幣寬鬆是主要選項，但部分國家財政擴張的空間卻可能受限，而且貨幣政策分化的態勢明顯。國際貨幣基金組織（IMF）發布最新《財政監測報告》，預計全球公共債務將在2025年上升2.8個百分點，至佔全球GDP的95.1%，並在2030年升至99.6%。

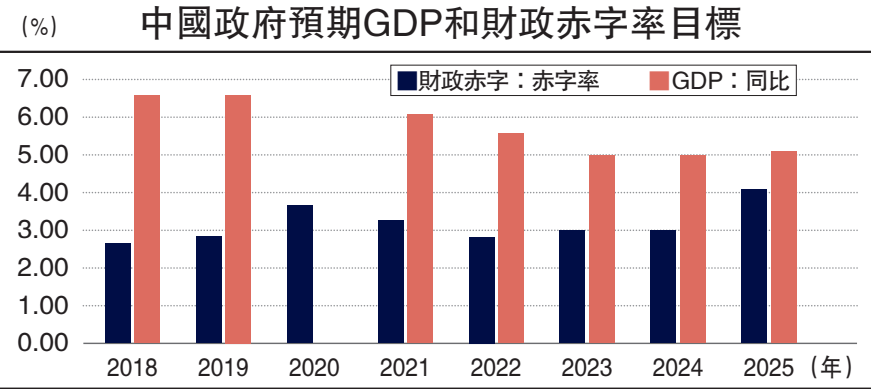
關稅戰擾亂全球財策

金融觀察 鄧宇

全球範圍內，各國面對高度不確定的關稅政策有不同的情景，中國保持宏觀政策高效，在節奏、期限及時機等方面實現精準有效直達，財政政策積極有為，財政政策適度寬鬆，具有很強的靈活性，但同時也保持一貫的穩健。

中國財政貨幣穩健靈活

面對「關稅戰」的嚴重衝擊，中國的宏觀政策預期管理體系更加完善，2025年政府工作報告明確「根據形勢變化動態調整政策，提高宏觀調控的前瞻性、針對性、有效性」，並全力推進一攬子金融政策，包括實施更加積極的財政政策及適度寬鬆的貨幣政策。一方面，財政政策更加積極有為。一季度國債和地方政府債券發行規模分別達3.3萬億元（人民幣，下同）和2.8萬億元，遠超近五年同期水平；1月至4月廣義財政支出增速達7.2%，支出進度達28.4%。而且，財政部4月宣布發行首批特別國債5000億元，支持國有四家大型銀行補充核心一級資本，既助力提升銀行穩健經營能力，也增大財政資金槓桿效應，推動銀行加大支持實體經濟重點領域。另一方面，貨幣政策適度寬鬆。2024年7月以來，中國宏觀政策調整的節奏及政策整合的效能加快提升，政策「組合拳」的推出更顯有力，因而推動中國經濟持續向好，展現更強的活力和韌性。貨幣政策方面，5月人民銀行宣布降準0.5個百分點，向市場提供長期流動性約1萬億元，降低政策利率0.1個百分點，並下調個人住房公積金貸款利率，同時進一步豐富結構性貨幣政策工具，宣布設立5000億元服務消費與養老再貸款，支農支小再貸款額度、科技創新和技術改造再貸款額度各增加3000億元。之所以強調加強財政貨幣政策協調配合，主要有兩點考慮。一是降低宏觀政策成本，增強宏觀政策實施的效力，較低的利率水平擴大國債發行及抬高赤字，不僅有助於降低財政利息負擔，為財政政策可持續性創造有利條件，避免出現類似美國高利率和高赤字的困境，因而中國的宏觀政策更加精準高效，具有逆周期調節的功能。二是增強宏觀政策的預期，近兩年宏觀政策發布迅速及實施落地更快，通過政策「組合拳」以及一攬子政策共同發力，顯著地起到了穩定預期和提振信心的作用，體現了宏觀政策的前瞻性和針對性。從經濟表現來看，2024年下半年至今，中國宏觀經濟保持平穩運行。一方面，經濟增速持續向好，包括擴內需及促消費的潛能持續釋放，進一步圍繞落實宏觀政策「惠民生」導向，比如安排超長期特別國債3000億元支持消費品以舊換新，以及降首付比例、降存量房貸利率等，為擴內需提供有力的政策支撐；另一方面，內生性增長動能穩步提升，宏觀政策積極支持新質生產力



發展，特別是聚焦高新技術投資及中高端製造業發展。

歐美政策正常化進程受阻

美國財政擴張延續，降息節奏難把握。美國經濟下行壓力逐漸增大，通過發動「關稅戰」平衡美國財政和貿易雙赤字存在巨大反噬。截至2024年12月的四個季度，美國經常賬戶赤字達1.1萬億美元，增長25%，貿易逆差總額增加1330億美元。美國財政已經面臨巨大挑戰，除了不斷突破上線的債務規模，財政赤字擴張力度不減。美國國會預算辦公室（CBO）分析指出，稅改法案將在未來十年減稅3.75萬億美元，但同時將導致赤字增加2.4萬億美元。根據美國財政部報告，2024年10月至2025年4月期間，美國財政赤字達1.萬億美元，比2024財年同期高出1940億美元。美國彼得森國際經濟研究所（PIIE）指出，特朗普徵收的關稅顯著削弱了美國財政狀況，因為經濟增長下降和美國債務利率上升導致收入減少。美國潛在「債務危機」的預期正在升溫，美聯儲仍按兵不動，凸顯貨幣政策調整的巨大不確定性風險。美聯儲5月聯邦公開市場委員會（FOMC）政策會議紀要顯示，此次會議首次將「關稅衝擊」納入討論，並一致認為，美國經濟前景的不確定性進一步增加，在美國政府的一系列政策變化對經濟的影響變得更加清晰之前，採取謹慎的態度是恰當的。2024財年利息支出首次突破1萬億美元，2025財年上半年已達5825億美元。即便美聯儲在年內降息50或75基點，美國仍將處於較高的利率水平。

歐元區財政鬆綁，堅定推進降息步伐。歐元區20國GDP在2025年一季度實際增長1.3%，較上季度及上年同期均有改善。歐盟理事會批准2025年歐盟預算總額約1928億歐元，總支出約為1496億歐元，不包括為2021年至2027年多年度財政框架之外的特殊工具預留的撥款。預算將專注於歐盟的優先領域，保留足夠的財政餘量。過去三年，歐盟整體維持財政緊縮，但隨著「關稅戰」的衝擊以及烏克蘭危機問題待解，歐盟的財政緊縮能否持續將面臨新的考驗。貨幣政策方面，近日歐洲央行將歐元區三大關鍵利率分別下調25個基點，一年內第8次降息，進一步釋放寬鬆貨幣政策信號。比較而言，歐盟在財政政策實施方面更為謹慎，但在貨幣政策調整

上則更加靈活。為應對關稅政策衝擊，未來歐盟還需要在財政政策方面創設新的工具及適當鬆綁「債務煞車」，並保持貨幣政策的靈活性。歐洲央行行長拉加德重申，歐洲央行有能力應對經濟中的任何突然變化。

至於日韓兩國在經濟層面存在結構性差異。日本主要問題是較高的通脹水平，2025年4月日本通脹率增至3.6%。日本央行努力推進貨幣政策正常化，2024年3月取消負利率政策以來，利率水平已上調至0.5厘，到了2025年5月宣布維持政策利率不變，表明加息節奏有所放緩，主要在於貿易政策的不確定性上升。同時，日本國債規模不斷擴張，佔GDP的比重達220%。韓國面臨問題的是經濟下行風險，2025年5月韓國央行宣布將基準利率下調25個基點至2.5厘，創下2022年8月以來最低水平。韓國財政部計劃發行1507億美元的政府債券，市場預計韓國新一屆政府可能推出更大力度的財政刺激方案，屆時將推高韓國政府債務規模。市場普遍預計韓國2025年GDP將增長不足1%。預計2025年韓國赤字的GDP佔比將達3.3%，連續4年超過3%。

美長短債收益率嚴重倒掛

令人擔憂的是，宏觀政策的有效配合並非易事，倘若在較高利率下仍不斷推出財政刺激計劃，將加劇財政赤字，並可能誘發債務危機，美國「高赤字+高利率」的模式就很難持續，美國長短國債收益率嚴重倒掛即是市場對這種模式的定價。橋水基金創始人瑞·達里歐（Ray Dalio）在新書《國家如何走向破產：大周期》指出，重大政府債務危機和債務周期的發生，通常可以通過以下三個指標來衡量和識別：一是政府債務利息支出佔財政收入比重過高，嚴重擠壓關鍵開支；二是政府債務的拋售規模遠大於市場需求，導致利率上升，進而壓垮市場和經濟；三是央行行為應對危機，通過降息刺激市場，但這反而削弱了債券需求，最終不得不印鈔購買債務，引發貨幣貶值。展望未來，關於債務危機的敘事及貨幣政策進退維谷的挑戰仍在延續，或如IMF所言「未來的道路將取決於如何面對挑戰和如何迎接機遇」。總之，全球財政及貨幣政策加劇分化，保持可預期的宏觀政策及政策儲備同樣至關重要。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

港數字資產市場穩步前行

鏈能講堂 付饒、石建政

當前形勢而言論之，穩定幣制度化與現實資產（RWA，Real World Asset）鏈上化的雙輪驅動，正在推動香港數字資產市場進入新階段。其中，綠色債券作為具代表性的資產類型，在通證化試點中率先落地，成為推動可持續金融與數字金融融合的有效抓手。它不僅為資產數字化提供了具體場景，更為綠色轉型提供了技術工具，是實現「科技金融+綠色發展」雙目標的制度交匯點。

香港作為國際金融與創新中心，正積極推動包括穩定幣監管架構、RWA標準制定、試點平台建設在內的一系列舉措。金管局發布的《穩定幣條例草案》，明確規定穩定幣須100%由實體資產支持，並納入牌照體系進行監管，為資產清算與價值錨定提供了制度基礎。與此同時，香港數碼港、科技園陸續展開RWA技術沙盒建設，鼓勵機構針對能源、建築、交通等綠色場景進行鏈上資產設計。在特區政府與市場多方力量推動下，香港有望構建出以「穩定價值中介」與「鏈上資產表徵」為核心的數字資產制度底座，並為粵港澳大灣區、亞洲及全球市場提供合規、安全、高效的資產數字化參考樣板。

走向「真實場景應用」

在眾多試點場景中，綠色債券通證化已展現出最強落地潛力。綠色債券因其資產結構明晰、用途明確，在通證化實踐中展現出高度可行性。近期，復星財富與螞蟻數科攜手布局綠色能源RWA通證化，並配合金管局支持的「綠色金融科技試點計劃」，針對碳資產、再生能源收益權等進行鏈上確權、標準拆分與智能化管理，標誌着RWA不再只是金融創新概念，而是與實體產業、可持續發展緊密結合的實踐探索。這一趨勢也為市場提供啟示：RWA應從「鏈上價值表徵」走向「真實場景應用」，並依託穩定幣作為清算媒介，解決過去資產缺乏流動性、缺乏透明評估機制的問題。未來，綠色電力、碳排放額度、農業收益權、海洋資源使用權等，亦有望納入鏈上資產體系，進一步豐富資產結構並拓展可投資標的。

儘管試點項目漸次落地，但要實現規模化發展，RWA仍面臨合規鑒證、跨鏈結算、信息披露、估值標準等多重挑戰。全球市場對於「鏈上金融」依然缺乏統一語言與標準體系。目前，包括OSL等香港持牌平台正積極構建涵蓋KYC（認識你的客戶）、數據託管、AML反洗錢、智能合約審計等在內的基礎設施，為RWA流通提供底層信任保障。

另一方面，穩定幣自身作為新型

支付工具，也需在法律地位、清算風險、價值穩定性等方面形成制度化共識。新加坡、新西蘭等司法轄區已將穩定幣納入《支付服務法》進行分類管理，要求發行機構具備儲備資產審計與強制兌付機制。對比來看，香港的立法進程與制度細緻度也正逐步對標國際，以制度先行為市場發展鋪路。

此外，在技術層面，要實現RWA的可持續發展，仍需解決一系列底層協議與跨鏈接口的兼容問題。當前，多數RWA試點仍建立在以太坊或兼容EVM（以太坊虛擬機器，Ethereum Virtual Machine）的鏈上，缺乏面向金融機構的模塊化部署能力。未來應加快建設支持多資產類別、支持隱私保護與高頻清算的專用鏈系統，並與現有金融核心系統（如環球銀行金融電信協會Swift、清算自動轉賬系統CHATS）對接，形成「鏈下確權—鏈上交易—鏈上清算」的完整閉環體系。唯有在制度、產業、科技三輪驅動下，RWA才能真正走出試點區、走向資本市場主線。

值得強調的是，RWA通證化的真正價值，不止於提升資產效率，更在於賦予傳統資產新的可組合性、可追蹤性與社會責任屬性。在綠色金融場景下，通過鏈上技術，資金用途得以可視化、項目效果得以量化評估，形成可持續金融的「數據底座」。這種「看得見、算得清、可追蹤」的金融信任機制，不僅有助於提升資金配置效率，更可助力企業履行環境、社會與治理（ESG）責任，實現以數字工具支撐可持續發展目標（SDG）的政策轉化。從更宏觀視角看，這也正是香港作為亞洲金融科技高地的重要使命：不僅推動資產數字化，更要助力產業低碳化、綠色化、責任化，推動「可信資產」成為「可信社會」的制度單元。

有望建立「制度樞紐」

當穩定幣作為支付清算的制度錨，RWA作為資產映射的產品載體，兩者形成「錨定+流通」的制度耦合後，香港在全球金融結構重塑中的地位也將日益突出。未來，穩定幣與RWA通證化，勢必構建香港未來數字資產市場的制度根基。在特區政府監管引導、技術創新加持與產業需求牽引的三方推動下，香港有望成為區域內資產鏈上化與綠色金融創新的「制度樞紐」。誰能率先建立鏈上資產的治理標準、審計機制與跨境互認體系，誰就能在全球金融格局中佔據話語權的上游。而香港，正在這場變革的核心位置上積極布局、穩步推進。

（作者付饒為香港國際新經濟研究院執行董事、石建政為新加坡社科大學客座講師 特許金融分析師）

掌握「居屋2024」按揭四大要點

樓按明曦 張穎曦

「居屋2024」開始選樓，今次銷售速度比去年「居屋2023」快，反映市民對資助出售單位的需求依然殷切。其實選樓時除要考慮屋苑位置及戶型等因素，申請按揭也是重要一環。不少人認為各大銀行居屋按揭條款相若，但是細節上是有輕微出入。今次筆者介紹居屋按揭4個小貼士，讓大家比較按揭更加精明。

1.留意屋苑關鍵日期：
申請按揭時間與收樓日期息息相關。根據新居屋2024五大屋苑資料，觀塘安柏苑已屆現樓，買家需要短時間內申請按揭，建議盡快準備按揭申請文件。至於其餘屋苑買家則要緊記屋苑的預計關鍵日期，一般在收樓前3個月至半年內可開始申請按揭，個別銀行亦有提供特長成交期按揭服務，如有需要可向按揭轉介公司比較不同銀行的按揭計劃。

2.選用提供Mortgage-Link的按揭計劃：
現時各銀行的居屋按揭計劃，普遍設有高息存款掛鉤戶口（Mortgage-Link），此活期戶口與按



揭利率一致，故較大型銀行活期利率為高，適用金額一般高達按揭未剩餘還款的50%，可以節省部分按揭利息支出。另外，客戶亦可自由存入及提取Mortgage-Link的存款，比定期存款戶口更具彈性。

供樓H按息低於P按

3.現時H按息率比P按低 供樓更為輕鬆：

過往資助房屋按揭只能使用最優惠利率按揭（P按），但近年措施已經放寬，居屋買家可選擇P按或香港銀行同業拆息按揭（HIBOR按揭，H按）。H按用家在HIBOR下跌時，可以享受低息供樓，以300萬元貸款額及還款期30年計算，現時新造P按實際息率一般以3.5厘供樓，每月供款為13471元；而新造H按則以H+1.3厘計算，以6月19日的一個月HIBOR為0.54厘基準下，實際息率只需1.84厘，每月供款為10850元，較P按節省約2621元。即使HIBOR日後回升時，H按亦有鎖息上限作保障，可謂「進可攻，退可守」。

4.應比較各銀行提供的按揭現金回贈：

銀行提供的按揭現金回贈亦是考慮之一，可以幫補律師費或裝修費等支出。雖然每間銀行的居屋按揭現金回贈看似相若，但銀行會根據實際情況，對優質客戶酌情批出更多的按揭回贈。所以選擇居屋按揭也應該貨比三家，置業自然更加輕鬆。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）

◀居屋買家選用H按，可以享受低息供樓。